

# A ECONOMIA BRASILEIRA EM 1990: DESEMPENHO E PERSPECTIVAS\*

Gustavo H. B. Franco \*\*

## 1 – 1990: panorama e perspectivas

A explosão hiperinflacionária ao fim do Governo Sarney expressava com clareza o apogeu de uma crise econômica que encontrava suas raízes mais próximas no descontrole fiscal, mas tinha determinantes mais longínquos nas dificuldades de ajustamento aos novos desafios colocados pelo agravamento do problema do endividamento externo a partir de 1982. É forçoso notar, todavia, que, a despeito dos efeitos da estatização da dívida externa brasileira, tão freqüentemente enfatizados, dificilmente um observador das finanças públicas em 1984, ao fim do ciclo militar, diria que o Brasil iria enfrentar a sétima pior hiperinflação da história da humanidade de alguns anos à frente.<sup>1</sup> Com certeza, a transição de um desequilíbrio orçamentário significativo, mas nada alarmante, para uma crise fiscal inadministrável ocorreu ao longo da chamada “Nova República” e em função de fatores predominantemente domésticos. Observa-se, com efeito, uma queda muito significativa das receitas em conta corrente das três esferas de Governo neste período: de 24,7% do PIB em 1980-83 para 19,9% em 1988 (Rezende et alii, 1989, p.547), cabendo papel primordial nessa evolução a renúncias fiscais e à inadequada indexação das receitas tributárias (efeito Oliveira-Tanzi). Do lado da despesa, há vários fatores a considerar. O total dos gastos com pessoal (ativos e inativos) da União cresceu de 7,1% do PIB no período 1981-84 para 9,6% em 1989, sendo que atingiria 11,4% em 1990, tendo em vista as mudanças constitucionais e os “trens da alegria” lançados ao fim do Governo Sarney (Serra, 1989, tab.5). Isso é consistente com uma outra estimativa para o consumo do Governo, que observa um aumento dos gastos nessa rubrica de 9,5% do PIB em 1983 para 12,3% do PIB em 1987 (Reis, 1989, p.235).

Note-se que, do lado das dívidas, a interna teria tido uma importância menor, considerando que seus custos teriam sido consideravelmente reduzidos pelo fato de

---

\* Trabalho apresentado no seminário Coyuntura Económica Latinoamericana, promovido por CLADEI/Fedesarrollo, em 6 e 7 de setembro, em Bogotá.

\*\* Professor de Economia na PUC-RJ.

O autor agradece a Paula Isabel C. Barbosa pela assistência de pesquisa.

<sup>1</sup> Considerando a média mensal dos seis últimos meses das 13 hiperinflações (definidas segundo o critério de Cagan) conhecidas. Ver Franco (1990).

que a correção monetária embutida nos títulos públicos subestimava sistematicamente a inflação ao longo dos anos 80. Uma estimativa recente, por exemplo, notaria que o custo da dívida mobiliária interna, se corretamente deflacionado, teria sido da ordem de 1,1% do PIB em 1984; 1,7% em 1985; 0,8% em 1986; e 0,3% em 1987 (Giambiagi, 1989, p.68). Os custos da dívida externa também não teriam sofrido grande alteração nesses anos, passando de 6,7% do PIB em 1983 para 5,7% do PIB em 1988 (Oliveira, 1989, quadro 3). Em 1989, como se sabe, o País entrou em moratória, tendo esses gastos se reduzido substancialmente. Como resultado de todas essas pressões, estimou-se que o *deficit* público (conceito operacional) tenha atingido números da ordem de 7,3% do PIB, o que para 1990 projetava algo em torno de 9,1% do PIB (Rev. Orçament., 1990).

A administração da economia em condições de grave desequilíbrio fiscal conheceu várias fases ao longo do Governo Sarney. Três planos de estabilização de corte “heterodoxo” foram implementados quando a inflação atingiu níveis considerados insuportáveis, mas nenhum deles poderia ser bem-sucedido na presença de um descontrole fiscal que se agravava continuamente à medida que nos aproximávamos do fim do Governo. A última e mais patética fase da política econômica do Governo Sarney seguiu-se ao colapso do Plano Verão no começo de 1989, quando teve início o chamado “feijão-com-arroz”, ou seja, uma política de “letargia ativa”, cujos termos de referência se restringiam a administrar a contínua aceleração da inflação, sem que se observassem grandes saltos nas taxas de inflação mês a mês e sem que houvesse grandes rupturas na vida econômica nacional. A inflação (IGP-FGV) registrada foi de 26% ao fim do congelamento determinado pelo Plano Verão, em abril de 1989, e daí se acelerou até 81% em março de 1990.

A posse do novo Presidente trouxe, como já se esperava, uma grande descontinuidade na política econômica. Esperava-se não só a implementação de um plano de estabilização semelhante aos anteriores, trazendo medidas relativas a preços e salários (prefixação, congelamento, etc.), bem como medidas monetárias e fiscais, como também ações de maior alcance, atacando problemas de natureza mais “estrutural” da economia, sejam relativas ao papel do setor público na vida econômica nacional, sejam relativas ao regime de comércio exterior. A justificável incerteza quanto ao exato teor dessas medidas gerou toda sorte de iniciativas de caráter defensivo — inchação de margens de lucro, grandes dificuldades em negociações intersetoriais de prazos e juros, acumulação de ativos líquidos —, afetando de forma decisiva o comportamento da inflação, especialmente nas últimas semanas antes do pacote. Os índices de inflação oficiais indicam que os preços teriam subido cerca de 72,8% em janeiro, 84,3% em fevereiro e, aproximadamente, 44,8% no período de 19 a 15 de março.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Considerando o IPC-IBGE e seus respectivos períodos de coleta, ou seja, tendo em mente que a inflação reportada para o mês de referência diz respeito à variação percentual dos preços médios no mês anterior.

Com a implementação do Plano Collor de forma simultânea à posse do novo Presidente, esse quadro se modificou de forma drástica. Com efeito, diante da profundidade e da abrangência das medidas adotadas, tornou-se evidente que a evolução dos principais indicadores econômicos, em particular da inflação e do nível de emprego, no restante do ano seria fundamentalmente determinada pelo andamento do plano de estabilização. O Plano Collor compunha-se de vários elementos: (a) um congelamento de preços sobreposto a um esquema de prefixação de preços e salários a ser ativado após 40 dias de vigência do congelamento; (b) um choque fiscal determinado tanto por aumentos de impostos como por economias geradas pela chamada reforma administrativa e por mudanças no perfil da dívida pública mobiliária e pelo programa de privatização; (c) um arrocho de liquidez sem precedentes, criado pela indisponibilidade dos ativos financeiros retidos pelo setor privado prevista na reforma monetária.

Havia um consenso absoluto entre os economistas sobre a necessidade de se implementar uma combinação entre (a) e (b), ou seja, um combate decisivo ao desequilíbrio fiscal, o que, por si só, já seria uma novidade em relação às outras experiências de estabilização brasileiras dos últimos anos, e um esquema de coordenação de preços e salários, isto é, uma “política de rendas”. A grande inovação trazida pelo Plano Collor refere-se ao item (c), ou seja, ao mecanismo de “confisco” da riqueza privada embutido na reforma monetária. Em experiências de estabilização anteriores, no Brasil e na Argentina, a reforma monetária havia cumprido o papel de operar a desindexação financeira, isto é, a depuração de expectativas de inflação embutidas em preços para pagamento a prazo e contratos financeiros prefixados através da chamada *Tablita*. Desta vez, todavia, a introdução de uma nova moeda prestava-se a uma taxaço de todas as obrigações monetárias e financeiras denominadas na “antiga” moeda. Tratava-se, na verdade, de um misto de imposto sobre a riqueza financeira — bastante evidente quando se considera cobrança de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre carteiras de ações e ouro — e de alongamento compulsório de títulos de curto prazo públicos e privados. A reforma monetária transformou em depósitos de poupança compulsórios junto ao Banco Central<sup>3</sup> todos os depósitos à vista e de poupança e também as aplicações em títulos públicos além de determinados valores. Esse mecanismo parecia reproduzir, de forma fiel, as muitas experiências de reforma monetária na Europa que se seguiram ao fim da Segunda Guerra Mundial; dentre as quais a reforma alemã tornou-se a mais célebre.<sup>4</sup>

Os primeiros efeitos do plano de estabilização foram dramáticos, imediatos e muito claramente percebidos. As primeiras leituras de índices de inflação “ponta

<sup>3</sup> Ou seja, depósitos rendendo correção monetária mais 0,5% ao mês indisponíveis durante 18 meses e administrados pelo Banco Central.

<sup>4</sup> Para uma detalhada resenha dessas experiências, ver o importante artigo de Gurley (1953) recentemente traduzido para o português.

a ponta”<sup>5</sup> revelaram uma deflação ( $-0,26\%$ ) durante as últimas duas semanas de março e uma pequena variação positiva ( $0,72\%$ ) da segunda semana de março à segunda semana de abril.<sup>6</sup> Em paralelo, a restrição de liquidez resultou em uma quase-paralisia de muitas atividades mais pesadamente dependentes de crédito: a produção industrial caiu  $26\%$  em abril (com relação ao nível de abril de 1989), um recorde na história das estatísticas industriais brasileiras, sendo que, em setores como material de transporte, por exemplo, a queda foi ainda mais dramática (cerca de  $50\%$ ) (GM, 8.6.90).

O estado de confusão gerado pelo plano nas primeiras semanas foi multiplicado por diversas dificuldades administrativas, em grande medida devidas ao reduzido número de pessoas envolvidas na sua formulação e implementação. A opção pelo não-vazamento das deliberações iniciais sobre o plano limitou o tamanho da equipe envolvida de tal modo que ficou prejudicado o trabalho de revisão, amadurecimento e detalhamento das medidas. Muitas dificuldades operacionais foram observadas, havendo considerável atraso na expedição de circulares e portarias e no esclarecimento de aspectos operacionais específicos, notadamente na área financeira. Na mesma linha, o atraso no preenchimento dos cargos de segundo e terceiro escalões, bem como o clima de confronto criado dentro da administração pública pela ameaça de demissão de 360.000 funcionários públicos, trouxe mais dificuldades, ao alienar a máquina governamental da gestão do dia-a-dia do plano e ao produzir no público em geral “uma permanente sensação de imprevisto” (Carneiro, 1990).

A normalização da atividade econômica a partir de maio e junho deu-se após um afrouxamento, que posteriormente se considerou excessivamente generoso, da liquidez aprisionada pela reforma monetária. A base monetária cresceu  $194\%$  em termos reais nos três primeiros meses do plano (o M1 cresceu  $120\%$ ) como decorrência da liberalidade em se permitir o pagamento de impostos com cruzados bloqueados e da abertura das chamadas “torneirinhas”, ou seja, linhas de crédito emergenciais criadas para setores em dificuldades. Recuperaram-se, em consequência, as vendas no varejo, e os indicadores de consumo retomaram aos níveis pré-plano. Interrompeu-se a onda de demissões no setor privado que assustou as autoridades nas primeiras semanas, e recompôs-se um clima de normalidade econômica. Ao mesmo tempo, a inflação recuperou-se lentamente, atingindo níveis superiores a  $10\%$ , segundo o critério “ponta a ponta”, já na terceira semana de junho. As facilidades de liquidez, fatores sazonais, a resolução de desequilíbrios de preços relativos e os efeitos de *carry over* presentes em contratos com grande periodicidade de reajuste (tipicamente contratos de aluguel) foram unanimemente responsabilizados pelo retorno da inflação.

Generalizou-se, a essa altura, uma sensação de descontrole, principalmente em virtude da expansão monetária e das inúmeras possibilidades para se liberarem cruza-

<sup>5</sup> Ou seja, índices construídos através da comparação de vetores de preços em uma data contra vetores em outra data.

<sup>6</sup> Segundo índices da FIPE para o custo de vida em São Paulo (GM, 8.6.90).

dos bloqueados. A resposta do Governo veio a partir de fins de maio, quando expirou o prazo para pagamento de impostos em cruzados, e o Banco Central suspendeu o mecanismo de redesconto automático para financiamento de carteiras privadas de papéis públicos, substituindo-o por um mecanismo punitivo, e anunciou metas draconianas para os principais agregados monetários para o ano de 1990. O público recebeu muito bem as iniciativas, e, apesar de certo ceticismo inicial, logo ficou claro que o Governo retomaria o controle da situação. A partir de fins de junho, a inflação (critério "ponta a ponta") pareceu estabilizar-se em torno de 10,5% (Montoro Filho, 1990) e, a partir de fins de julho, declinou para níveis em torno de 7,5% (FSP, 16.8.90) em meados de agosto. A essa altura, a credibilidade do programa de estabilização, em especial no tocante à política monetária, encontrou o seu ponto mais alto.

Novas incertezas, todavia, parecem atormentar os gestores do plano, principalmente no *front* sindical, onde uma crescente radicalização parece evidente, à medida que um quadro recessivo parece desenhar-se com maior nitidez e que as perspectivas para a recuperação dos salários reais nos segmentos organizados da força de trabalho se tomam sombrias. Ao mesmo tempo, as vitórias do Governo no tocante à política monetária aparentemente foram importantes para demover o Tribunal Superior do Trabalho (TST) de uma postura "generosa" na arbitragem de negociações coletivas, da qual resultou, nos planos anteriores, um crescimento dos salários nominais fora de linha com as metas de estabilização. A decisão do TST no julgamento da greve da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) foi tomada pelas autoridades como decisiva para disciplinar dissídios coletivos potencialmente explosivos nos próximos meses, notadamente para eletricitários, bancários e petroleiros. Essa nova postura tornou ociosa a medida provisória introduzindo uma nova lei salarial regulando as recomposições salariais nos dissídios coletivos anuais.

Em paralelo, o Congresso, que tinha sido incapaz de reunir votos para modificar as medidas que definiam o Plano Collor, todas elas implementadas através de medida provisória, logrou aprovar uma lei salarial restituindo a indexação mensal automática dos salários, mas o Presidente vetou a lei e enfrentou uma difícil votação no Senado, onde venceu por apenas quatro votos após a derrota na Câmara. O episódio bem expressa a fragilidade do apoio parlamentar do Governo, uma realidade que pode se modificar consideravelmente após as eleições de outubro.

Para o restante do ano, as previsões mais comuns apontam para uma estabilização da inflação, mesmo considerando as possíveis consequências da crise no Oriente Médio. Concomitantemente, as perspectivas para o nível de atividade não são nada animadoras. As melhores previsões disponíveis trabalham com uma queda no PIB da ordem de 4,5% para 1990, um recorde na história do País. Já com relação à inflação, é difícil antecipar tendências, tendo em vista o confronto entre uma política monetária muito restritiva e o realinhamento de muitos preços relativos importantes.

## 2 – O nível de atividade

Muitos analistas observaram que o crescimento da produção industrial durante o ano de 1989 revelava um dinamismo nada consistente com a progressiva e inexorável deterioração do quadro econômico. A produção industrial cresceu 4,4% em 1989 (média contra média), numa quadra onde a inflação se acelerou de 4,2% em março de 1989, em seguida à implantação do congelamento de preços do Plano Verão, para 81,3% um ano depois. Ao longo do segundo semestre, aprofundaram-se as incertezas decorrentes da polarização política que se desenhava para as eleições presidenciais em novembro e dezembro. A perspectiva de um “não-governo” até a posse do novo Presidente solidificou expectativas de uma explosão hiperinflacionária. Em função disso, observou-se a adoção generalizada de políticas “defensivas”, das quais resultou uma elevação significativa na propensão a reter estoques como estratégia de defesa em uma conjuntura de hiperinflação, juntamente com a tentativa da parte de muitas empresas de maximizar a posse de ativos líquidos.

Conforme pode ser visto na Tabela 1, a produção industrial parece responder positivamente ao impulso proporcionado pelo movimento de formação de estoques até meados de 1989, sendo que, no fim do ano, quando a inflação atingiu níveis da ordem de 70% e as incertezas da transição de governo se agudizaram, observaram-se uma certa desarticulação econômica e uma queda na produção industrial. Em certa medida, pode-se dizer que as políticas de “defesa” acima mencionadas tornaram muitas empresas ainda mais vulneráveis ao plano de estabilização, já que, com a redução da demanda agregada seguindo-se ao início do plano, os altos níveis de estoques se tornaram ainda mais redundantes e os preços “inchados” foram pesadamente penalizados pelos consumidores, tendo em vista que a restrição de liquidez criou uma disciplina de mercado que a hiperinflação encobria sob o manto da falta de visibilidade dos preços relativos. Além disso, a retenção de ativos líquidos terminou sendo uma infeliz estratégia de defesa, pois as empresas com maior liquidez foram justamente as mais penalizadas pela indisponibilidade de ativos financeiros criada pela reforma monetária.

Em função disso, o Plano Collor teria um impacto violento sobre a atividade industrial. Os primeiros avisos foram dados pela **95ª Sondagem Conjuntural**, da Fundação Getúlio Vargas, realizada entre meados de abril e princípio de maio, que registrou a maior percentagem de registros de queda de produção da história dessa pesquisa. Isso foi, em seguida, confirmado pelos números alarmantes para a produção industrial de abril, que registraram uma queda de 21% do índice dessazonalizado, como pode ser visto na Tabela 1. Note-se que, nos outros planos de estabilização, também se observaram quedas na produção industrial — ainda que de menor magnitude (9,1% em julho de 1987, como consequência do Plano Bresser, e 5,6% em fevereiro de 1989, seguindo-se ao Plano Verão). Neste caso, tornou-se claro que o choque aprofundou bruscamente o movimento recessivo iniciado com a desorganização provocada pela aceleração da inflação no final do Governo Sarney.

Em um primeiro momento, a reação do Governo diante da queda na produção industrial foi a de afrouxar as torneiras da liquidez, e, a partir de maio, refletin-

do a progressiva normalização das condições de demanda doméstica, as vendas parecem ter mostrado alguma recuperação. A Pesquisa Conjuntural da FIESP mostrava que, enquanto 82,7% dos pesquisados anotavam “muita dificuldade” criada por queda de vendas (contra 17,3% respondendo “pouca” ou “nenhuma” dificuldade) em abril, esse percentual havia baixado para 57,9% em maio. Os indicadores de consumo mostrados na Tabela 1 revelam, já em maio, um retorno a níveis próximos aos de fevereiro.

Tabela 1

Índices de atividade da produção industrial e do consumo no Brasil – 1989/90

ANOS E MESES	PRODUÇÃO INDUSTRIAL (1)				CONSUMO (2)			
	Geral	Bens de Capital	Bens Intermediários	Para Consumo	Não Duráveis	Duráveis	Geral	Geral (ex. vei.)
1989								
Jan.	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Fev.	96,5	95,5	94,9	102,1	101,6	117,9	111,2	109,5
Mar.	98,8	89,9	94,2	110,6	115,9	148,0	132,3	129,4
Abr.	105,0	94,7	95,3	109,4	110,9	127,5	116,6	118,1
Maio	109,8	99,8	105,1	111,3	106,8	135,4	110,9	120,8
Jun.	113,7	106,5	112,7	110,5	113,2	121,8	116,4	119,4
Jul.	118,3	111,5	118,9	111,0	113,1	97,9	105,3	107,7
Ago.	120,7	114,6	124,0	110,8	112,4	103,0	106,8	108,2
Set.	115,7	110,4	119,7	108,4	114,9	105,6	108,0	110,1
Out.	117,5	108,7	120,1	109,5	112,2	99,5	104,3	105,6
Nov.	111,8	106,8	115,3	107,8	108,2	101,9	101,5	103,7
Dez.	108,4	108,7	108,9	106,4	105,2	112,1	103,7	105,2
1990								
Jan.	105,7	105,2	106,5	105,9	99,8	108,8	109,4	103,5
Fev.	103,9	100,4	106,6	104,0	93,8	93,5	91,3	93,8
Mar.	96,2	89,6	101,3	99,9	81,5	89,7	80,0	84,2
Abr.	82,3	75,7	81,2	89,2	87,9	110,5	93,2	96,1
Maio	—	—	—	—	89,7	134,5	108,0	107,4

FONTE: IBGE.

Federação do Comércio do Estado de São Paulo.

IPEA.

NOTA: Séries dessazonalizadas.

(1) Produção física com ajuste sazonal e para dias úteis. (2) Comércio varejista de São Paulo.

É claro, à luz dessa normalização do nível de atividade, que a queda na produção em abril não marcava uma tendência, mas apenas expressava as dificuldades iniciais de adaptação ao Plano Collor. Passados os primeiros momentos, todavia, revelaram-se, com clareza, três influências contracionistas importantes: (a) a queda nos salários; (b) o ajuste fiscal; (c) a restrição monetária. Com relação aos salários, note-se que uma queda de cerca de 18% se observa em maio, no salário real médio, na in-

dústria paulista, com relação a março, segundo informações da FIESP<sup>7</sup> mostradas na Tabela 2. A massa salarial revela um comportamento muito semelhante, refletindo ajustes em horas trabalhadas e férias, e mesmo em salários, nos primeiros momentos do plano, e não tanto nos níveis de emprego, os quais não sofreram grande alteração nesses primeiros meses do plano: o nível de emprego, na indústria paulista, caiu apenas 5% em 1990, ou seja, muito menos do que a produção, o que sugere que a indústria está em um processo de ajuste aos níveis mais baixos de demanda e que demissões podem acontecer em maior escala nos próximos meses, aprofundando os efeitos recessivos da perda do salário real médio.

Tabela 2

Índices dos níveis de emprego, de salário real médio e da massa salarial  
na indústria de São Paulo – 1989/90

ANOS E MESES	NÍVEL DE EMPREGO	SALÁRIO REAL MÉDIO	MASSA SALARIAL
1989			
Jan.	100,0	100,0	100,0
Fev.	99,4	86,2	86,0
Mar.	99,0	89,8	89,6
Abr.	99,0	94,4	94,5
Mai	99,3	93,8	94,4
Jun.	100,1	84,8	86,1
Jul.	101,0	90,9	93,0
Ago.	102,2	92,2	95,5
Set.	103,2	88,5	92,1
Out.	103,5	94,6	99,0
Nov.	103,5	104,1	108,9
Dez.	103,6	104,2	108,6
1990			
Jan.	103,2	94,1	98,0
Fev.	102,1	86,6	90,0
Mar.	100,8	82,6	85,1
Abr.	98,7	69,3	70,1
Mai	96,4	67,9	67,1

FONTE: IBGE.  
FIESP.  
IPEA.

NOTA: Séries dessazonalizadas deflacionadas pelo INPC.

<sup>7</sup> A queda seria de cerca de 35% com relação a dezembro de 1989.



No tocante à influência do ajuste fiscal sobre o nível de atividade, note-se que, ao se assumir um multiplicador unitário, estaríamos supondo que a redução do *deficit* seria consistente com uma queda no PIB da ordem de uns 10,4%, caso se confirmem as metas fiscais contidas na revisão orçamentária de julho de 1990, comentadas na seção 4. Resultados semelhantes seguem-se de exercícios de simulação tomando como base o estrito cumprimento das metas monetárias estabelecidas para o restante de 1990 e comentadas adiante (Werneck, 1990).

As projeções disponíveis para o crescimento do PIB industrial em 1990 apontam uma queda de 9,8%, e, tendo em vista uma expectativa de queda do produto agrícola da ordem de 1,2%, esses números sugerem uma queda inusitada para o PIB em 1990 de 4,7% (B. Conj., s.d.) — uma recessão pior que a do começo da década.

### 3 — A política monetária

A experiência de outros planos de estabilização heterodoxos no Brasil fez crer à maior parte dos observadores que a condução de uma política monetária que torna sustentável um congelamento de preços exigia mais do que simplesmente a manutenção de altas taxas de juros. Essa impressão derivava-se, em grande medida, do fato de que a riqueza financeira como proporção do PIB, isto é, a razão  $M4/PIB$ , atingiu um valor muito elevado nos últimos meses do Governo Sarney: algo entre 26% e 40% do PIB, dependendo do método de deflação, conforme pode ser visto na Tabela 3. Ou seja, entendia-se que tinha havido um acúmulo de disponibilidades sob a forma de ativos líquidos em volume muito maior do que o que seria justificado pelo processo de desmonetização, isto é, pelo processo de fuga dos ativos monetários na direção de ativos financeiros indexados. Nessas condições, entendia-se que havia um excesso de liquidez no sistema e, conseqüentemente, o perigo de uma remonetização muito rápida a partir da fuga descontrolada de ativos financeiros de volta para  $M1$ , o que poderia ter conseqüências desastrosas para o programa de estabilização. Em certa medida, a situação assemelhava-se à que prevalecia em muitos países europeus após a Segunda Guerra Mundial: um grande excesso de poder de compra represado, armazenado sob a forma de ativos líquidos, e pronto para ser transformado em mercadorias no momento em que os mercados fossem desregulados.<sup>8</sup> Em razão dessas dificuldades, esperava-se que, para se permitir a ressurreição da política monetária como instrumento de estabilização, ou de regulação da liquidez, se

<sup>8</sup> Veja-se Gurley (1953).

procedesse a alguma forma de conversão compulsória (provavelmente com “calote”) dos papéis públicos (LFTs) em títulos longos.<sup>9</sup>

Tal como se fez em muitos dos casos europeus, a reforma monetária do Presidente Collor imobilizou parte dos depósitos bancários e de outros ativos líquidos, transformando-os em ativos realizáveis apenas 18 meses após 15 de março de 1990. Através dessas medidas, foram compulsoriamente transformados em contas de poupança junto ao Banco Central todos os valores superiores a Cr\$ 50.000 em depósitos à vista e depósitos de poupança e em aplicações do tipo *overnight*. Em função desse teto, as percentagens efetivamente bloqueadas de cada componente de M4 são estimadas na Tabela 3.

Essas providências em si configuraram um alongamento compulsório dos prazos das aplicações sob a forma de ativos líquidos na economia. Mas, além disso, as novas medidas impuseram um imposto *once and for all* incidente sobre carteiras de ações, recursos em fundos ao portador e retenções de ouro (através do IOF), um verdadeiro *capital levy*. Com isso e com as extraordinárias quedas de preços nesses mercados, incluindo-se também o dólar no mercado paralelo<sup>10</sup>, os prejuízos impostos aos aplicadores foram imensos. A preocupação do Banco Central foi penalizar uniformemente a riqueza financeira líquida, sem permitir que nenhuma modalidade de investimento lhe escapasse.

Dois resultados imediatos bastante evidentes da reforma monetária foram, por um lado, a criação instantânea de uma restrição de liquidez de grandes proporções e, por outro, um efeito riqueza negativo em virtude do “empobrecimento” dos penalizados e/ou dos que tiveram sua riqueza líquida tornada ilíquida. Nos dois casos, revelou-se muito difícil avaliar a real extensão dos efeitos. No caso da restrição de liquidez, havia o problema de que, embora uma parcela significativa da liquidez, isto é, da riqueza líquida, tivesse sido “seqüestrada”, a demanda por liquidez também se viu reduzida pelo sucesso instantâneo do programa de estabilização (Carneiro & Goldfajn, 1990). Assim sendo, embora fosse claro que havia casos individuais dramáticos de problemas de liquidez, os cálculos agregados não pareciam indicar um desalinhamento muito grande de relação M1/PIB. A julgar pelos dados da Tabela 3, o volume de recursos monetizáveis, ou seja, recursos que escaparam ao “confisco”, estaria entre 7,8% e 12,6% do PIB, o que parece caracterizar uma situação de falta de liquidez, mas não informam muito, conforme já mencionado, sobre a real exten-

<sup>9</sup> Além disso, uma dificuldade adicional relacionava-se com o tipo de título utilizado para a prática de operações de *open market*. Com um título como a LFT, cujo retorno é por definição igual à taxa praticada nas aplicações *overnight*, juros altos geram despesa pública e, portanto, expansão monetária, formando um círculo vicioso que tornava expansionista uma política que se pretendia contracionista. A reforma, em função disso, traria de volta a LTN, um título público prefixado.

<sup>10</sup> Note-se que, no mercado paralelo, os prejuízos advieram da gigantesca queda nas cotações, motivada, também, pelo fato de que o Banco Central interviu no mercado vendendo ouro para apreciar o dólar através de operações de arbitragem.

são do problema. Aparentemente, a impressão de extrema falta de liquidez nas primeiras semanas deveu-se à “má distribuição” da liquidez existente e da desintermediação financeira derivada das dificuldades, notadamente administrativas, da parte do sistema bancário de adaptar-se às novas medidas.

Tabela 3

Composição de M4 e percentagens bloqueadas pela reforma monetária no Brasil

DISCRIMINAÇÃO	VALOR EM 28.03.90 (Cz\$ trilhões)	COMPOSIÇÃO (%)	VALOR EM DÓLARES	
			A Cz\$ 31,00 por Dólar	A Cz\$ 50,00 por Dólar
M1 .....	231,20	6,42	7,46	4,62
Títulos públicos federais	1 770,20	49,19	57,10	35,40
Títulos públicos estaduais e municipais .....	383,20	10,65	12,36	7,66
Depósitos a prazo .....	255,50	7,10	8,24	5,11
Depósitos em poupança .....	937,00	26,04	30,23	18,74
Outros .....	21,70	0,60	0,70	0,43
TOTAL M4 .....	3 598,80	100,00	116,09	71,98

  

DISCRIMINAÇÃO	PERCENTUAL DO PIB		PERCENTUAL BLOQUEADO	PERCENTUAIS DO PIB DISPONÍVEIS	
	A Cz\$ 31,00 por Dólar	A Cz\$ 50,00 por Dólar		A Cz\$ 31,00 por Dólar	A Cz\$ 50,00 por Dólar
M1 .....	2,67	1,66	25	2,00	1,24
Títulos públicos federais	20,47	12,69	75	5,12	3,17
Títulos públicos estaduais e municipais .....	4,43	2,75	75	1,11	0,68
Depósitos a prazo .....	2,95	1,83	75	0,74	0,45
Depósitos em poupança .....	10,83	6,72	67	3,58	2,21
Outros .....	0,25	0,16	75	0,06	0,02
TOTAL M4 .....	41,61	25,80	—	12,61	7,81

FONTE: BACEN.

NOTA: Considerando o PIB de US\$ 279 bilhões.

A condução da política monetária nas semanas que se seguiram ao pacote foi grandemente influenciada pelo clima de catástrofe criado pela multiplicação de pequenos pleitos para desbloqueio de cruzados, os quais envolveram aposentados,

pequenos poupadores, pessoas que economizaram para comprar (ou os que tinham acabado de vender) imóveis, além das pressões de empresas em dificuldades. Pressões para a flexibilização vinham de todos os lados, sendo boa parte delas legítimas, e, diante disso, as autoridades foram bastante liberais, o que terminou transmitindo uma imagem de descontrole.

A Tabela 4 permite uma avaliação mais detalhada da política monetária nos primeiros meses do plano. Note-se que, como resultado da reforma monetária, o estoque em circulação reduziu-se para Cr\$ 3.759,6 bilhões e que, desse total, ou seja, da expansão estimada de M4 durante o período março-junho, cerca de 77% correspondia às conversões previstas no texto original da reforma monetária, ou seja, aos valores não atingidos pelo bloqueio e uso de cruzados bloqueados para pagamentos de impostos e contribuições previdenciárias. As “conversões autorizadas”, que tinham a ver com o esforço de flexibilização do Governo (as chamadas “torneirinhas”) para acomodar pleitos de aposentados e linhas de crédito especiais no BNDES, ou na rede bancária privada para financiamento de folha de pagamento, respondem por uma expansão adicional de cerca de 28% sobre o saldo de 19.03.90, sendo que os outros fatores — operações típicas do Banco Central, do Tesouro e resíduos — completam os 167% de expansão de M4 sobre o saldo dessa data, o que, no entanto, ainda representava uma contração sobre o saldo anterior ao pacote.

Tabela 4

Efeitos da reforma monetária e programação monetária para 1990 no Brasil

(Cr\$ bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	1º TRIMESTRE (19/mar. a junho)	JUL-SET	OUT-DEZ	TOTAL
Conversões previstas no texto original	2 889,4	14,9	19,8	2 924,2
Valores não bloqueados	1 404,9	0,0	0,0	1 404,9
Impostos	912,4	0,0	0,0	912,4
Contribuições previdenciárias	111,4	0,0	0,0	111,4
Outros	460,7	0,0	0,0	460,7
Conversões autorizadas posteriormente	397,0	56,0	55,7	508,7
Para aposentados e pensionistas	195,0	0,0	0,0	195,0
Para folha salarial	41,7	0,0	0,0	41,7
Para sociedades beneficentes	46,0	0,0	0,0	46,0
Para BNDES (portaria PIB)	35,7	56,0	55,7	147,4
Operações típicas do Banco Central	303,9	108,3	35,7	447,9
Setor externo	270,5	125,0	52,4	447,9
Empréstimos de liquidez	33,4	-16,7	-16,7	0,0
Folha salarial	0,0	0,0	0,0	0,0
Financiamento habitacional	33,4	-16,7	-16,7	0,0
Tesouro Nacional	-253,8	-4,0	28,4	-229,4
Fatores residuais e exógenos	423,0	53,9	52,1	529,1
Fluxo no período	3 759,5	229,1	191,8	4 180,5
Saldo	3 759,5	3 988,7	4 180,5	4 180,5

FONTE: BACEN.

A Tabela 5 mostra, todavia, que a contração de M4 verificada no Plano Collor contrasta com o observado nos outros planos de estabilização. A recuperação de M1, contudo, aponta em sentido oposto, pois superou, por larga margem, a remonetização ocorrida em outros planos de estabilização. Isso não chega a ser comprometedor em si, tendo em vista que, no caso do Plano Collor, houve uma redução nos estoques monetários através da reforma monetária e que, por conta disso, a recuperação a nível de fluxos foi de uma ordem de magnitude superior. Além disso, diante de medidas como o fim do anonimato fiscal e de alguma perda de credibilidade inicial do sistema bancário, gerou maior preferência por M1.

Tabela 5

Variação percentual acumulada nos agregados monetários, por plano de estabilização, no Brasil - 1986/90

DISCRIMINAÇÃO	BASE MONETÁRIA		M1		M4		TÍTULOS EM PODER DO PÚBLICO	
	Nominal	Real (1)	Nominal	Real (1)	Nominal	Real (1)	Nominal	Real (1)
Plano Cruzado								
Mar., abr. e maio de 1986	110	100	146	135	16,6	11,3	10,8	5,8
Plano Bresser								
Jun., jul. e ago. de 1987	91,2	54,4	31,2	5,9	29,5	4,6	27,7	3,2
Plano Verão								
Jan., fev. e mar. de 1989	59,1	19,5	72,7	29,7	80,4	35,5	78,7	34,2
Plano Collor								
Mar., abr. e maio de 1990	558	194	394	120	12,8	-49,7	-34,6	-70,8

FONTE: BACEN.

(1) Deflacionados com o IPC-IBGE e índices ponta-a-ponta, quando necessário.

A resposta das autoridades à impressão que se estabeleceu de colapso da política monetária veio com a apresentação, na primeira reunião do Conselho Monetário Nacional após o plano, da programação monetária para o resto do ano, vista na Tabela 4. Pela primeira vez em muitos anos, o Banco Central comprometia-se com metas monetárias e, mais importante do que isso, estabelecia-as em números tidos como draconianos: crescimento do M4 de 6,1% no terceiro trimestre e 4,8% no quarto e de 9,1% para M1 no segundo semestre. Quando se tem em mente que a inflação deve ultrapassar esses números por larga margem, percebe-se que a liquidez real deve erodir-se em termos reais, e o impulso recessivo ampliar-se, em uma velocidade tanto maior quanto maior for a inflação. Em contrapartida, a política monetária torna-se refém de seu próprio sucesso, pois, quanto mais acentuada for a redução na inflação, maior a demanda por moeda e maior a restrição de liquidez (Werneck, 1990).

Resta saber, evidentemente, se essas metas serão respeitadas. E, nesse sentido, foi importante que o Banco Central pusesse fim a processos que, no entendimento da maior parte dos observadores, conferiram endogeneidade ao processo de criação

de moeda e geração de expectativas inflacionárias. Nessa linha, duas práticas, implementadas a partir de fins de maio, foram importantes. Primeiro, a adoção de um procedimento de redesconto de natureza punitiva para instituições financeiras que não conseguissem achar tomadores para suas carteiras de papéis públicos. No sistema anterior, o Banco Central comprometia-se a recomprar (ou a financiar), sem pressionar os juros do *overnight*, os papéis públicos que as instituições *dealers* não conseguissem repassar. Na prática, o sistema anterior era um onde a taxa de juros básica do sistema (a do *overnight*) era dada e a oferta de moeda tornava-se endógena. Ao eliminar essa prática, o Banco Central sinalizou de forma poderosa para o mercado que sua política monetária era para valer. Segundo, com o redesconto punitivo, as taxas de juros, notadamente as de aplicações *overnight*, tornaram-se muito instáveis, e o Banco Central aproveitou-se disso para favorecer flutuações e dispersão de taxas ao longo do dia, fazendo com que o mercado abandonasse a taxa do *overnight* como indicador da inflação instantânea, e, portanto, como indexador.

É claro, todavia, que, para certificar os agentes de que seria viável o cumprimento das metas monetárias, seria preciso assegurar que a situação fiscal permaneceria sob controle do Governo. Muitas dúvidas surgiram sobre a real extensão do ajuste fiscal empreendido pelo novo Governo, como será visto em detalhe na próxima seção, mas ficou bastante evidente, à luz dos resultados de caixa do Tesouro para o primeiro semestre, que, mesmo que se confirmem previsões pessimistas acerca da evolução das contas fiscais para o segundo semestre de 1990, a programação monetária não será muito prejudicada. Se, por exemplo, se confirmarem as previsões pessimistas do Deputado José Serra sobre as contas públicas para 1990<sup>11</sup> e houver um resíduo a financiar da ordem de, diga-se, uns 3% do PIB, ou cerca de Cr\$ 900 bilhões a cruzeiros correntes, e se isso se inserir em duas parcelas, no terceiro e no quarto trimestres, na conta do Tesouro (Tabela 4), as expansões trimestrais de M4 elevar-se-ão para 18% e 14,5% respectivamente, caso não haja esterilização através de dívida pública. Esses números não chegam a reverter a orientação contracionista da política monetária, de modo que o financiamento do *deficit* não deve enfrentar dificuldades, ainda mais a julgar pelo sucesso na colocação das LTNs (Cr\$ 679 bilhões colocados até 22 de junho), o que, em certa medida, desautoriza as avaliações pessimistas quanto às dificuldades do Governo para se financiar no mercado com títulos prefixados na atmosfera “pós-calote” e sem o mecanismo de recompra automática do Banco Central.

Com isso tudo, as metas monetárias têm sido cumpridas até com certa folga, fazendo crer que a política monetária fornece uma das principais âncoras do programa de estabilização.

---

<sup>11</sup> Ver Serra (1990).

## 4 — O ajuste fiscal

Tornou-se um lugar-comum na “era Sarney” observar que os sucessivos planos de estabilização eram “anestesias sem cirurgia”, basicamente porque os congelamentos de preços não eram coadjuvados por medidas que recompusessem o equilíbrio financeiro do setor público. Com efeito, ao longo da chamada “Nova República”, a situação fiscal deteriorou-se continuamente, sendo que, nas vésperas da implantação do Plano Collor, a estimativa da equipe do novo Governo era a de que o País experimentava em 1989 um *deficit* público (conceito operacional) da ordem de 7,3% do PIB e de que, para 1990, em função dos novos dispositivos constitucionais, poderia atingir 9,1% do PIB.<sup>12</sup> A reversão desse quadro tornou-se uma tarefa essencial do novo Governo e um *sine qua non* para o sucesso do Plano Collor.

A posse do novo Governo trouxe, como já se esperava, diversas medidas destinadas a reduzir o *deficit* e a contrabalançar influências expansionistas derivadas dos últimos atos do Governo Sarney (notadamente contratações e aumentos de salários que caracterizaram os chamados “trens da alegria”) e também de reformas introduzidas pela nova Constituição (notadamente transferências de receitas tributárias a estados e municípios), cuja vigência teria início a partir do ano fiscal de 1990. Dentre essas medidas, destacam-se: a receita do IOF sobre ativos financeiros; a redução ou eliminação de concessões fiscais ligadas ao Imposto de Renda das empresas, ao Imposto sobre Importação e ao IPI sobre bens importados; a eliminação de incentivos fiscais a atividades exportadoras e agrícolas; o aprimoramento da indexação de diversos impostos; a eliminação do anonimato fiscal com o fim dos cheques e fundos ao portador; e o aumento de algumas alíquotas para o IPI. Do lado da despesa, salientam-se: a redução nos custos de rolagem da dívida interna derivados da conversão compulsória de LFTs em contas de poupança; a continuação da suspensão dos pagamentos relativos à dívida externa, além das medidas ligadas à chamada “reforma administrativa”, ou seja, demissão de funcionários públicos, reorganização ministerial, extinção de órgãos públicos, restrições a viagens, cessão de funcionários e acumulação de empregos, bem como venda de veículos e prédios federais. Também devem ser mencionadas a recomposição dos valores reais das tarifas públicas, que, em grande parte, se procedeu antes da posse do novo Governo, e as dificuldades crescentes que o Governo Federal vem criando para estados e municípios para a rolagem de seus compromissos relativos à dívida externa.

Apesar da profundidade das medidas tomadas na área fiscal, tem havido certo ceticismo quanto ao cumprimento das metas de ajuste, as quais foram efetivamente fixadas em valores muito ambiciosos. Há, em primeira instância, uma dificuldade em aceitar a noção de que o *deficit* efetivamente desaparece, conforme repetidamente sugerido pelo Governo, em função do modo como foram tratadas, na revisão orçamentária, as emissões de moeda. Uma recomposição das informações relativas

---

<sup>12</sup> Ver Revisão Orçamentária (1990).

à mais recente revisão do orçamento para 1990 revela, como pode ser visto na Tabela 6, que persiste um *deficit* (conceito operacional) da ordem de 3,6% do PIB. O contraste entre esse número e o número oficial explica-se pelo fato de que o orçamento traz a conta "resultado do Banco Central" como receita, o que não é apropriado, pois o Banco Central não possui qualquer receita própria senão as de senhoriação, que obviamente devem figurar *below the line*<sup>13</sup>.

Tabela 6

Orçamento da União para 1990 em relação ao PIB, no Brasil

DISCRIMINAÇÃO	PERCENTUAIS
A – Receita líquida . . . . .	8,3
Receitas correntes . . . . .	11,0
Transferências para o DF, estados e municípios . . . . .	(2,7)
B – Gastos públicos . . . . .	11,6
Pessoal e encargos . . . . .	5,3
Custos da dívida . . . . .	2,1
Investimentos . . . . .	0,6
Outras despesas . . . . .	3,6
C – <i>Deficit</i> (A–B) . . . . .	(3,3)
D – Orçamento da previdência . . . . .	0,0
E – Operações oficiais de crédito . . . . .	(0,3)
F – <i>Deficit</i> total da União (C+D+E) . . . . .	(3,6)
Usos e fontes	
G – Amortização da dívida pública . . . . .	(1,6)
H – Resultado do BACEN . . . . .	4,0
I – Venda de ativos . . . . .	1,2
J – Financiamento total (G+H+I) . . . . .	3,6

FONTE: TOLEDO, J. E. C. (1990). O novo orçamento de 1990. Folha de São Paulo, São Paulo, 22 jul.

— (1990a). Chacrinha no orçamento. Folha de São Paulo, São Paulo, 29 jul. Ministério da Economia.

<sup>13</sup> A distorção foi apontada por Toledo (1990) e objeto de uma resposta por parte de membros da equipe do Governo, ver Biasoto & Barbosa (1990).



De um modo ou de outro, o progresso na gestão das contas públicas, tal como visto na Tabela 7, pelos resultados de caixa para o primeiro semestre, é extraordinário. Como os itens que mais contribuíram destacam-se: a redução nos desembolsos para o serviço da dívida pública, a arrecadação extraordinária do IOF e as antecipações de pagamento de impostos motivadas pela possibilidade de se usarem cruzados bloqueados. Na Tabela 7, observam-se grandes *superavits* de caixa em abril e maio — Cr\$ 158,8 bilhões e Cr\$ 111,6 bilhões —, o que ultrapassa a meta referida na programação monetária para o segundo trimestre apresentada na Tabela 4. Note-se, a título de comparação, que, nos primeiros cinco meses de 1989, o *deficit* do Tesouro alcançou Cr\$ 270 milhões, ou seja, 2,6% do PIB. Em termos anualizados, isso equivaleria a cerca de 6,3% do PIB (Longo, 1990). Para os primeiros seis meses de 1990, o resultado das contas do Tesouro é positivo, fazendo supor que as contas públicas totais — Orçamento Geral da União (OGU) e contas para-fiscais — foram efetivamente zeradas nesse período.

Prevalecem, todavia, diversas indefinições relativas ao ajuste fiscal e que se refletem em dúvidas sobre o resultado financeiro do Tesouro no terceiro e quarto trimestres do ano. As principais incertezas relacionam-se às seguintes questões:

- a) a arrecadação tributária, no primeiro semestre, cresceu 55% em termos reais, refletindo antecipações de pagamentos e impostos *once-and-for all* que não deverão estar presentes no segundo semestre. Note-se que há um enorme decréscimo da receita tributária em junho (de Cr\$ 611 bilhões em maio para Cr\$ 285 bilhões) e que, se esse valor para junho for projetado para o segundo semestre, o total da receita para o ano será apenas ligeiramente superior ao do ano passado;
- b) as despesas previdenciárias e com pessoal registram um aumento real de 57% em relação ao primeiro semestre de 1989 por conta das novas disposições constitucionais e deverão aumentar ainda mais no segundo semestre, pois dificilmente o Governo poderá manter congelados os salários do funcionalismo e os benefícios de inativos se as taxas de inflação permanecerem em torno de 10% mensais;
- c) as despesas com a dívida externa foram muito reduzidas no segundo trimestre do ano, o que pode não ser o caso no segundo semestre, quando o acordo externo se consumir;
- d) a compressão nas despesas de custeio, tal como os cortes de investimentos anunciados para as estatais, deve ser pensada como um empréstimo, pois basicamente implica um adiamento de despesa;

- e) em vista das dificuldades de controle gerencial que o Governo vem enfrentando, deve-se desconfiar dos cortes propostos por iniciativa das próprias estatais, que podem ser fictícios;
- f) o recolhimento de senhoriagem (incluído em “resultado do Banco Central”) na Tabela 7 diz respeito às receitas obtidas com a remonetização da economia, as quais desaparecem a partir de julho;
- g) a Tabela 7 esconde a colocação líquida de papéis públicos. Pelo que se sabe, os leilões para a colocação de LTNs produziram um volume de recursos da ordem de Cr\$ 679 bilhões, que não se sabe se foram cotejados com a amortização de LFTs na Tabela 7, ou se simplesmente não foram considerados;
- h) note-se que essa tabela relaciona as receitas com a colocação dos Certificados de Privatização (CPs)<sup>14</sup>, que podem efetivamente contribuir de maneira significativa para o fluxo de caixa no segundo semestre, ainda que em um montante ainda incerto. A expectativa inicial era de recursos da ordem de Cr\$ 400 milhões, o que pode não se confirmar por inteiro;
- i) as transferências a estados e municípios cresceram 71% reais no primeiro semestre, o que é preocupante e deve motivar medidas compensatórias, provavelmente dificuldades de rolagem de dívidas de estados e municípios junto à União. Com efeito, a Tabela 7 já mostra uma redução real significativa (28%) nos valores refinanciados, indicando que esse pode ser um mecanismo para compensar as transferências determinadas pela Constituição.

---

<sup>14</sup> Conforme estabelecido no programa de privatização do Governo Collor, as instituições financeiras deverão adquirir esses CPs – que são títulos cuja correção monetária se torna cada vez mais parcial à medida que o tempo passa –, os quais posteriormente poderão ser trocados por ações de empresas estatais a serem privatizadas.

Tabela 7

## Resultado de caixa do Orçamento Geral da União - jan.-jul./90

DISCRIMINAÇÃO	JAN (Cr\$ bilhões)	FEV (Cr\$ bilhões)	1º-15/MAR (Cr\$ bilhões)	15-31/MAR (Cr\$ bilhões)	ABR (Cr\$ bilhões)
<b>I - Fluxo fiscal</b>					
A - Receitas	151 770	141 230	95 870	170 593	409 991
Recolhimento bruto	148 821	125 833	90 768	169 919	310 322
Incentivos fiscais	(978)	(1 724)	0	0	0
Recolhimento de operações oficiais de crédito	3 928	17 120	5 120	674	19 669
B - Despesas	(378 707)	(335 597)	(230 635)	(69 894)	(256 187)
Despesas vinculadas	(47 637)	(46 356)	(39 260)	(41 093)	(72 939)
Estados e municípios	(30 134)	(38 862)	(36 541)	(34 206)	(53 719)
Outras vinculações	(17 053)	(7 494)	(2 719)	(6 887)	(14 220)
Despesas ordinárias	(324 902)	(262 139)	(177 760)	(23 651)	(163 907)
Pessoal	(60 925)	(80 631)	(84 677)	(14 233)	(134 516)
Serviços da dívida	(563)	(14 160)	(15 507)	0	(371)
Encargos da dívida mobiliária	(260 180)	(142 579)	(64 437)	0	(14 364)
Outras despesas	(3 235)	(24 768)	(13 138)	(9 417)	(15 657)
Despesas com operações oficiais de crédito	(6 167)	(27 102)	(13 615)	(5 151)	(11 341)
Refinanciamento de dívidas com aval da União (MF)	(2 772)	(9 558)	(13 136)	0	0
Outros	(37 086)	14 864	35 311	(35 146)	(166)
C - Resultado	(226 937)	(194 367)	(134 765)	100 699	158 804
<b>II - Financiamento</b>					
Remuneração disponibilidade	77 167	147 322	31 202	75 876	11 676
Resultado do BACEN	150 560	0	0	0	0
Operações de crédito da União	861 544	405 319	189 881	0	120 090
Menos resgates da dívida mobiliária	(549 128)	(277 877)	(125 444)	0	(105 726)
Colocação de CPs	0	0	0	0	0

DISCRIMINAÇÃO	MAIO (Cr\$ bilhões)	JUN (Cr\$ bilhões)	JUL (Cr\$ bilhões)	Δ% (1)
<b>I - Fluxo fiscal</b>				
A - Receitas	611 288	285 147	331 384	41
Recolhimento bruto	610 716	263 114	284 033	55
Incentivos fiscais	(13 482)	0	0	(29)
Recolhimento de operações oficiais de crédito	14 054	22 033	31 192	(52)
B - Despesas	(499 727)	(261 882)	(307 824)	
Despesas vinculadas	(216 885)	(92 800)	(88 364)	(5)
Estados e municípios	(145 777)	(64 548)	(4 761)	71
Outras vinculações	(71 108)	(28 252)	(11 135)	11
Despesas ordinárias	(261 974)	(154 470)	(212 613)	(17)
Pessoal	(141 382)	(147 075)	(134 508)	57
Serviços da dívida	(17 751)	0	(5 100)	(32)
Encargos da dívida mobiliária	(7 503)	(7 106)	0	(42)
Outras despesas	(95 337)	(289)	(40 892)	(30)
Despesas com operações oficiais de crédito	(20 868)	(14 612)	(24 227)	(72)
Refinanciamento de dívidas com aval da União (MF)	(7 675)	0	(7 023)	(28)
Outros	(17 085)	(93 380)	(7 710)	(47)
C - Resultado	111 561	23 265	23 560	(114)
<b>II - Financiamento</b>				
Remuneração disponibilidade	0	65 526	141 022	...
Resultado do BACEN	107 000	400 000	505 704	275
Operações de crédito da União	0	0	0	(78)
Menos resgates da dívida mobiliária	(64 583)	(171 133)	(134 539)	(72)
Colocação de CPs	0	0	10 925	...

FONTE: Ministério da Economia

STN

CNI

NOTA: A preços de junho de 1990 deflacionados pelo INPC até fevereiro e pela variação do BTN a partir de março de 1990.

(1) Relação entre jan.-jul./89 e jan.-jul./90.

## 5 — Preços e salários

Conforme já aludido, as incertezas quanto à gestão da economia derivadas da inflação do Governo Sarney ao longo do ano de 1989, e que haveriam de prevalecer até a posse do novo Governo, tiveram impacto decisivo sobre os processos de formação de preços, os quais passaram a expressar expectativas cada vez mais alarmistas de explosão dos preços e sobre o tipo de plano de estabilização que todos sabiam que seria deslanchado em 15 de março. Nessas condições, as remarcações defensivas e a construção de “gorduras” nos preços fizeram crescer consideravelmente a dispersão de preços relativos, o que criou problemas para a implementação de uma estabilização súbita via congelamento, pois tornou essencial a manutenção de uma pressão contracionista pelo lado da demanda, ou pelo da liquidez, durante um período prolongado, de modo a evitar que o realinhamento de preços relativos provocasse uma “inflação corretiva”.

A experiência do Plano Collor mostrou que a combinação entre congelamento e restrição de liquidez foi altamente eficaz para garantir a adesão ao congelamento e mais ainda, que a correção dos desequilíbrios de preços relativos deveria ser feita através de uma **deflação** corretiva. Os preços permaneceram efetivamente estáveis de 15 de março até pelo menos o fim de abril; conforme registrado em índices do tipo “ponta a ponta”, os preços caíram 0,26% de 15 de março até o fim do mês e subiram 3,3% ao longo do mês de abril.<sup>15</sup> Sabe-se que, tendo em vista a metodologia de “médias contra médias” utilizada nos índices de inflação, uma estabilização súbita dos preços não se reflete imediatamente nos índices de inflação, tal como pode ser visto na Tabela 8. Todos os índices mostrados nessa tabela acusam inflações altas para abril, derivadas inteiramente do fenômeno do *carry over* estatístico.

De início, havia certa preocupação com o problema do descongelamento, e, por isso, o plano concebia um esquema de prefixação de preços e salários, que seria deslanchado de forma gradativa, quando, em 15 de abril, o Governo prefixaria um valor para o reajuste dos salários a vigorar no fim de abril e também a meta para a inflação de 19 a 30 de abril segundo o conceito “ponta a ponta”. No início de maio, o congelamento seria oficialmente terminado, sendo que os preços ficariam sujeitos a um regime de prefixação. Todavia o próprio sucesso do congelamento deixou claro que a prefixação salarial não poderia ser balizada com taxas superiores a 3%, sendo que valores maiores acarretariam ganhos salariais que gerariam um duplo efeito perverso: a pressão de custos pelo lado das empresas, que, restritas pela liquidez, não teriam alternativa senão optar por demissões, e a pressão consumista. O fantasma do Plano Cruzado e da inconsistência macroeconômica gerada por populismo salarial pareceu influenciar as autoridades, e, com isso, optou-se por abandonar a prefixação, declarando liberdade de preços.

<sup>15</sup> Respectivamente, quarta semana contra segunda semana de março e quarta semana de abril contra quarta semana de março (GM, 8.6.90).

Tabela 8

Taxas de inflação, segundo os índices alternativos, no Brasil - jan-jul/90

(%)

ANO E MESES	IPC-IBGE	IPC-FIPE	INPC-IBGE	IPCA-IBGE	IGP-DI DA FGV	IPA-DI DA FGV	IPC-FGV	INCC-FGV	IPC-DIEESE
1990									
Jan.	56,11	74,53	68,19	67,55	71,90	72,63	72,84	64,68	74,00
Fev.	72,78	70,16	73,99	75,73	71,68	73,99	67,52	70,26	77,23
Mar.	84,32	79,11	82,18	82,39	81,32	82,04	80,74	78,41	79,68
Abr.	44,80	20,19	14,67	15,52	11,33	9,98	17,24	1,67	22,29
Mai	7,87	8,53	7,31	7,59	9,08	9,93	9,63	0,99	11,26
Jun.	9,55	11,70	11,67	11,75	9,02	7,32	12,75	7,42	10,56
Jul.	12,92	11,31	12,62	12,92	12,98	11,57	14,71	16,67	13,63
Acumulada	860,61	762,69	725,03	742,25	700,40	691,53	769,94	543,71	847,12
Em 12 meses	4 947,81	4 472,32	4 569,24	4 749,03	4 469,44	4 515,12	4 654,55	3 613,50	5 240,20
Taxa média	38,15	36,05	35,18	35,58	34,60	34,39	36,21	30,47	37,88

FONTE: INFORME CONJUNTURAL (1990). /s.1/, CNI, n.56, ago.

Tal como pode ser visto na Tabela 8, a partir de maio, as taxas de inflação livres de qualquer *carry over* já mostravam valores entre 7,9% e 11,3%, mas com algumas peculiaridades, que podem ser vistas na Tabela 9. Significativas acomodações de preços relativos pareciam se proceder em pelo menos três áreas: no tocante aos aluguéis, que acumulam enormes defasagens derivadas do fato de que muitos contratos têm periodicidade anual ou semestral, e os reajustes corretivos deverão certamente pressionar os índices para cima nos próximos meses.

Note-se que os reajustes são tanto maiores quanto mais longo é o contrato, sendo que é nos contratos mais longos que se observam as maiores defasagens. De um modo ou de outro, esses reajustes pressionam os índices, ainda que com intensidade decrescente, à medida que vão incorporando, a cada mês, mais um mês de inflação baixa posterior ao plano em lugar de um mês anterior ao Plano Collor, sob hiperinflação. Observe-se, todavia, em função das distorções que prevalecem nesse mercado, derivadas diretamente da Lei do Inquilinato, criou-se um severíssimo problema de oferta de imóveis para aluguel, que se tornou dramático com a conjuntura de hiperinflação. Não obstante, para os meses de agosto e setembro, o Governo resolveu atuar de forma mais agressiva e fixar em zero o reajuste para os aluguéis residenciais quadrimestrais, o que pode agravar as distorções já existentes. Espera-se, não obstante, uma nova regulamentação para os aluguéis.

Os itens vestuário e serviços, tal como os aluguéis, avançam acima da média por motivos que não são tão claros. Na verdade, esse mesmo padrão de acomodação de preços relativos pode ser visto nos outros três planos de estabilização brasileiros dos últimos anos e, também, em sete outros episódios de desinflação súbita, incluindo o fim de duas hiperinflações européias.<sup>16</sup> A explicação para o fenô-

<sup>16</sup> Ver Franco (1990a) e Franco & Parcias Jr. (1990).

meno envolve os efeitos da estabilização em mercados de informação imperfeita, nos quais são transacionados produtos diferenciados e serviços, onde a atividade de busca da parte dos consumidores é crucial para determinar o perfil e a elasticidade da demanda percebida pelos ofertantes. A redução da inflação faz reduzir a dispersão de preços relativos, e com ela o incentivo a buscar preços defasados, e, com isso, reestabelecem-se as relações de clientela e os preços relativos aumentam.<sup>17</sup>

Tabela 9

Variação percentual do custo de vida em São Paulo – mar-ago /90

DISCRIMINAÇÃO	"PONTA A PONTA"		PREÇOS MÉDIOS						
	De 9 a 16/3	De 24 a 30/3	Maio				Junho		
	De 9 a 15/4	De 24 a 30/4	2ª Quadri-semana	3ª Quadri-semana	4ª Quadri-semana	1ª Quadri-semana	2ª Quadri-semana	3ª Quadri-semana	4ª Quadri-semana
Alimentação	(1)2,28	1,51	2,65	3,46	4,96	6,84	8,85	(1)11,0	(1)12,7
Transporte	-0,05	0,04	0,24	0,16	0,13	0,10	0,17	2,45	5,58
Educação	-0,67	-0,44	1,49	1,21	0,44	1,21	1,10	1,17	1,01
Despesas pessoais	-1,77	(1) 3,46	3,80	2,38	2,97	3,74	4,74	6,48	8,08
Serviços pessoais	11,7	(1)18,5	—	—	(1)13,4	(1)15,4	(1)16,1	(1)23,5	(1)25,1
Saúde	(1)5,72	(1) 6,05	7,35	7,02	7,20	7,11	6,89	8,17	9,22
Serviços médicos	11,0	(1)13,5	—	—	(1)14,9	(1)14,2	(1)13,2	(1)14,9	(1)15,7
Habitação	-0,9	0,14	(1)22,6	(1)19,4	(1)16,4	(1)15,3	(1)14,5	(1)12,8	(1)13,0
Aluguel	0,00	0,00	—	—	(1)40,5	(1)37,8	(1)35,9	(1)30,4	(1)30,4
Vestuário	(1)2,48	(1)24,5	(1)34,9	(1)33,8	(1)40,2	(1)38,0	(1)33,2	(1)30,5	(1)26,2
Total	0,72	3,29	8,54	7,93	8,53	9,10	9,60	10,6	11,7

  

DISCRIMINAÇÃO	PREÇOS MÉDIOS					
	Julho				Agosto	
	1ª Quadri-semana	2ª Quadri-semana	3ª Quadri-semana	4ª Quadri-semana	1ª Quadri-semana	2ª Quadri-semana
Alimentação	(1)13,1	(1)13,3	(1)12,7	(1)11,3	10,5	9,7
Transporte	8,93	12,3	10,7	7,65	4,85	3,7
Educação	9,52	9,57	10,5	13,8	24,1	21,0
Despesas pessoais	10,0	10,9	10,2	9,51	7,70	7,68
Serviços pessoais	(1)28,3	(1)22,4	—	(1)19,9	(1)18,6	(1)21,1
Saúde	10,2	11,0	10,4	10,7	9,55	10,3
Serviços médicos	(1)17,5	—	—	—	—	—
Habitação	(1)13,5	(1)14,5	(1)14,9	(1)14,2	(1)15,0	(1)13,9
Aluguel	(1)32,5	(1)35,5	—	(1)32,8	(1)34,0	(1)30,8
Vestuário	(1)20,2	(1)17,3	(1)15,3	(1)11,6	(1) 9,42	(1) 9,5
Total	12,5	13,1	12,5	11,3	10,5	9,7

FONTE: USP/PIPE.

(1) Variação superior à média.

A partir de junho, já se percebe, nos dados da Tabela 9, uma mudança na dinâmica do processo inflacionário, à medida que parecem se esgotar as acomodações de preços relativos em vestuário e serviços. Ao mesmo tempo, os outros

<sup>17</sup> Ver Franco & Parcias Jr. (1990).

componentes do índice que acumularam “defasagens” parecem reagir, revelando uma espécie de “reverberação” dos aumentos observados nos itens problemáticos originais. No que tange à educação e aos transportes (e outras tarifas públicas), nota-se um represamento evidente, que representa, na verdade, um saque contra o futuro. Quando realinhados, esses itens podem procurar repor todas as diferenças para com a média, o que os faria liderar uma aceleração da inflação, caso o realinhamento não seja reescalonado.

Em resumo, com a queda de ritmo das acomodações de preços relativos em vestuário e serviços, a redução presumível, mas ainda não explícita, dos *carry overs* inflacionários em reajustes de aluguéis, e o prosseguimento do congelamento das tarifas públicas, combinados com os efeitos já mais evidentes da recessão, serviram como base de uma estabilização da taxa de inflação em valores ligeiramente superiores a 10% nos meses de maio a agosto.

Outras pressões significativas advêm do *front* salarial tanto de defasagens acumuladas durante o período de aceleração inflacionária, ou seja, nos meses anteriores ao plano, que devem naturalmente ser corrigidas em dissídios, como também de pleitos salariais envolvendo o *carry over* inflacionário, que pode ser visto com clareza nos índices de inflação para abril na Tabela 8. As pressões salariais, tais como as que se originam nas mudanças de preços relativos acima aludidas, expressam-se em pressões que geram inflações “corretivas”, que devem durar por alguns meses. O sucesso do programa de estabilização depende crucialmente de que essas correções de preços relativos possam se consumir e que não sejam “excessivas” como no caso dos salários, e, para isso, é absolutamente essencial que os acertos de preços relativos não sejam repassados de forma generalizada, pois, se isso ocorrer, as correções frustram-se e gera-se uma correção de preços absolutos, ou seja, apenas inflação. Essa é a lógica da ação do Governo, que se baseia em (a) bloquear repasses usando toda a gama de instrumentos regulatórios à sua disposição e (b) impedir a qualquer custo a adoção de esquemas de indexação generalizada de salários e preços. As tensões que se acumulam aí nada têm de triviais e se estendem do parlamento aos donos de colégios. Junte-se a isso, também, (c) o fato de que é preciso desautorizar a qualquer custo a demanda por reajustes salariais fundamentada em *carry over* inflacionário, que se mescla com demandas para a correção de efetivas “perdas salariais” geradas antes do plano de estabilização. Para isso, o Governo editou e já reeditou em duas ocasiões a medida provisória procurando impor disciplina às recomposições salariais em dissídios, fixando tetos para reajustes.

A despeito do fato de as demandas salariais sobre inflação “estatística” serem totalmente absurdas, o Tribunal Superior do Trabalho (TST) tendia a encarar com simpatia pleitos nesse sentido, em função da experiência passada<sup>18</sup>, mesmo se ten-

<sup>18</sup> Em outras ocasiões, o TST terminou por conceder reajustes baseados em *carry over* inflacionário (26% relativos ao Plano Bresser e 70% referentes ao Plano Verão), principalmente porque, com o fracasso desses planos, as defasagens salariais que se criaram com a aceleração posterior da inflação comportavam reposições dessa ordem de magnitude.

do claro que a demanda é mirabolante. A atuação do TST, todavia, passou a mostrar sensibilidade aos imperativos do programa de estabilização, e, assim, passou-se a adotar a sistemática da medida provisória do Governo. A primeira demonstração dessa nova postura veio com a decisão do TST no julgamento da greve da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), que foi tomada pelas autoridades como decisiva para disciplinar dissídios coletivos em andamento (eletricitários), bem como outros por começar (bancários e petroleiros), que devem ser bastante problemáticos.

## **6 — Setor externo**

O desempenho do comércio exterior brasileiro nos primeiros meses de 1990 foi fortemente afetado pelas incertezas macroeconômicas ligadas à transição de Governo e, de modo mais específico, pelas expectativas generalizadas de uma maxidesvalorização cambial em 15 de março. Em função disso, explica-se a queda substancial do saldo comercial nos três primeiros meses do ano, em relação a igual período em 1989: de US\$ 4.182 milhões para US\$ 2.028 milhões. Todavia uma das grandes surpresas trazidas pelo plano foi, sem dúvida, a decisão de deixar-se a taxa de câmbio livre dentro de faixas prefixadas. Como consequência disto, frustrou-se a expectativa generalizada de que o novo Governo decretaria uma maxidesvalorização em 15 de março que, de fato, referendaria as posições especulativas dos que acumularam ativos em dólares, notadamente as dos exportadores que vinham atrasando o fechamento de contratos de câmbio. A consequência natural dessa decisão foi a de que, após a definição das novas medidas, esses agentes tiveram que realizar suas posições especulativas em moedas estrangeiras para recompor sua liquidez, pressionando a taxa de câmbio no sentido da apreciação do cruzeiro. Com efeito, conforme pode ser visto na Tabela 10, acentuou-se a tendência de sobrevalorização cambial, o que, embora sendo claramente insustentável a médio prazo, cumpriu extraordinariamente bem a função de penalizar as retenções de ativos dolarizados.

Passados os primeiros momentos, o Governo começa a trazer a taxa de câmbio para níveis considerados mais realistas. Desde março, a taxa de câmbio desvalorizou-se em 75,1%, enquanto a inflação (preços por atacado, bens industriais) cresceu apenas 27,6%. O saldo comercial acumulado entre abril e julho atingiu US\$ 5.526 milhões, ainda menor que o verificado em igual período de 1989 — US\$ 6.638 milhões —, mas já refletindo a normalização dos fluxos de comércio.

As perspectivas para o restante do ano estão fortemente dependentes de várias ordens de considerações:

- a) a evolução do nível de atividades, ou mais precisamente o desenrolar da recessão, deverá afetar significativamente os fluxos de comércio. À luz da experiência do começo dos anos 80, espera-se um impulso às exportações de magnitude bem mais significativa que o movimento de contração das importações. Na verdade, é difícil imaginar contrações adicionais nas importações, tendo em vista os níveis bastante reduzidos em que se encontram;



- b) o novo Governo anunciou sua intenção de promover uma liberalização comercial e tomou, efetivamente, algumas medidas nessa linha. Essas medidas, bem como as que deverão ser tomadas ao longo do restante de 1990, ainda não deverão ter impacto muito grande sobre as importações, considerando que muitas restrições comerciais importantes, notadamente de natureza administrativa, ainda permanecem;
- c) para muitos observadores, a formação da taxa de câmbio deverá ser dominada, nos próximos meses, pela demanda do Governo por cambiais — para recomposição de reservas e retomada do pagamento da dívida externa. Os componentes da demanda do Governo por moeda estrangeira são relativamente insensíveis à taxa de câmbio e devem crescer ao longo dos próximos meses, na medida em que se restabeleça o pagamento da dívida externa. Note-se que, no presente momento, as reservas internacionais se encontram em uma posição confortável — em torno de US\$ 7,5 bilhões —, mas os pagamentos atrasados relativos à dívida — acumulados desde o início da moratória em meados de 1989 — chegarão a cerca de US\$ 11,5 bilhões no fim do ano. Observe-se, todavia, que o País está próximo de um acordo que se afigura favorável com o FMI, o que servirá como prelúdio a uma negociação de grande alcance da dívida brasileira. Tendo em vista as medidas fiscais e liberalizantes já tomadas pelo Governo, as perspectivas dessas negociações devem ser tomadas como bastante boas;
- d) novas incertezas sobre o setor externo foram criadas pela crise do Oriente Médio, mas, dessa vez, as consequências sobre a economia brasileira de um aumento no preço do petróleo deverão ser bem mais amenas do que no passado recente. Note-se que, em 1982, o petróleo e seus derivados representavam cerca de 52% de pauta de importações, ao passo que, em 1989, essa proporção tinha se reduzido a cerca de 20%. Em termos de valor, a queda nas importações de petróleo é ainda mais impressionante — de US\$ 10,1 bilhões em 1982 para US\$ 3,8 bilhões em 1989 —, o que deve ser atribuído aos programas domésticos de prospecção de petróleo e fomento a fontes alternativas de energia. Nessas condições, a vulnerabilidade da economia brasileira à crise vê-se bastante reduzida. Observe-se que, a título de exercício, se o preço médio do barril de petróleo se estabilizar em US\$ 26,00 no segundo semestre, contra US\$ 18,00 no primeiro semestre, isso deverá representar um gasto adicional de divisas da ordem de US\$ 720 milhões até o fim do ano, ou seja, um aumento de cerca de 4% nas importações para 1990 (Inf. Conj., 1990).

Tabela 10

Indicadores de competitividade no Brasil – 1989/90

ANOS E MESES	RELAÇÃO CÂMBIO/SALÁRIO	TAXA CÂMBIO REAL (1)	TAXA CÂMBIO REAL EFETIVA
1989			
Jan.	100,00	100,00	100,00
Fev.	111,30	100,80	91,69
Mar.	99,30	100,09	90,08
Abr.	87,15	100,58	92,02
Mai	80,10	100,39	93,36
Jun.	83,23	97,11	97,83
Jul.	87,32	93,98	95,76
Ago.	83,51	85,12	85,47
Set.	84,25	77,52	80,80
Out.	78,01	74,30	77,58
Nov.	66,90	70,88	75,29
Dez.	67,08	70,01	78,30
1990			
Jan.	68,12	61,79	70,14
Fev.	68,70	59,24	70,21
Mar.	62,07	51,33	52,86
Abr.	82,10	60,64	59,32
Mai	85,85	65,58	63,20
Jun.	80,85	68,29	67,12

FONTE: IPA.

FGV.

CNI.

(1) Deflacionada pelo IPA.

## Bibliografia

- BIASOTO, G. & BARBOSA, F. O. (1990). Os vários aspectos das contas públicas a serem esclarecidos. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 27 jul.
- BOLETIM CONJUNTURAL /s.d./. Projeções do IPEA. Rio de Janeiro, n.10.
- CARNEIRO, D. D. (1990). O Plano Collor: os três primeiros meses. /s.n.t./. (mimeo).
- CARNEIRO, D. D. & GOLDFAJN, L. (1990). Reforma monetária: prós e contras do mercado secundário. /Rio de Janeiro/, PUC/Departamento de Economia. (Texto para Discussão, 236).
- FOLHA DE SÃO PAULO (16.8.90). São Paulo.

- FRANCO, G. H. B. (1990). Hiperinflação: teoria e prática. In: REGO, J. M., ed. **Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica**. São Paulo, Bional.
- (1990a). A volta da inflação e o efeito clientela. **Jornal do Brasil**, Rio de Janeiro, 6 jul.
- FRANCO, G. H. B. & PARCIAS JÚNIOR, C. (1990). Inflação, preços relativos e clientelas. Rio de Janeiro, PUC. (mimeo).
- GAZETA MERCANTIL (8.6.90). São Paulo.
- GIAMBIAGI, F. (1989). Os conceitos de custo da dívida mobiliária federal e déficit operacional do setor público: uma crítica. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, FGV, 43(1):65-76, jan./mar.
- GURLEY, J. (1953). Excess liquidity and european monetary reforms 1944-52. **American Economic Review**, 43(1), Nashville, American Economic Association. (Traduzido sob o título **O excesso de liquidez e as reformas européias – 1944-52** e publicado em Ensaio FEE, v.11, n.1 de 1990).
- INFORME CONJUNTURAL (1990). /s.l./, CNI, n.56, ago.
- LONGO, C. A. (1990). Equilíbrio precário. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 27 jun.
- MONTEIRO FILHO, A. F. (1990). Mas nem tudo é collorido. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 28 jul.
- OLIVEIRA, F. A. (1989). **Política fiscal e política monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa**. Campinas, UNICAMP/Instituto de Economia. (Texto para Discussão, 12).
- REIS, E. J. (1989). A superação da crise atual: ajuste fiscal e renegociação externa. In: IPEA. **Perspectivas da economia brasileira – 1989**. Rio de Janeiro, INPES.
- REZENDE, F. et alii (1989). A questão fiscal. In: IPEA. **Perspectivas da economia brasileira – 1989**. Rio de Janeiro, INPES.
- SERRA, J. (1989). **A crise fiscal e as diretrizes orçamentárias**. Brasília, /s.ed./ (mimeo).
- (1990). **O plano e o déficit**. Brasília, /s.ed./ (mimeo).
- TOLEDO, J. E. C. (1990). O novo orçamento de 1990. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 22 jul.
- (1990a). Chacrinha no orçamento. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 29 jul.
- WERNECK, R. L. F. (1990). **Monetização, inflação e recessão: os efeitos da política monetária para 1990**. /Rio de Janeiro/, PUC/Departamento de Economia.

## **Abstract**

The paper analyses Brazilian macroeconomic performance following the Collor Plan, against the background of the previous hyperinflationary experience. The paper highlights the main features of the evolution of the activity level, monetary and fiscal policies, wages and prices, and the external sector.